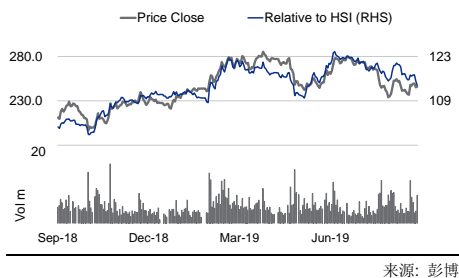


**香港**
**减持**

市场共识评级*:	买入 14 持有 4 沽出 2
前收盘价:	HK\$246.0
目标价:	HK\$224.8
前目标价:	HK\$224.8
潜在上升/下跌空间:	-8.6%
CGI / 市场共识	-18.5%
路透股票代码:	0388.HK
彭博股票代码:	388 HK
市值:	US\$39,478m
	HK\$309,495m
平均每日成交额:	US\$154.9m
	HK\$1,213m
目前发行在外股数	1,251m
自由流通量	94.5%
*来源: 彭博	



<b>股价表现</b>	1M	3M	12M
绝对表现 (%)	1.6	-7.1	16.5
相对表现 (%)	-3.1	-4.8	13.7

<b>主要股东</b>	持股百分比
HKSAR Govt.	5.5

**分析员**
**王志文 (香港证监会中央编号: AIU435)**

T (852) 3698 6317

E cmwong@chinastock.com.hk

**刘彦麟 (香港证监会中央编号: BME248)**

T (852) 3698 6393

E marklau@chinastock.com.hk

# 香港交易所

## 最新举措展现公司雄心 但交易恐难以完成

- 我们看到港交所收购伦敦证券交易所在中期而言带来的战略效益。
- 然而, 考虑到港交所就交易设定下的一些前提条件, 我们认为该交易不大可能成功。
- 此外, 该交易也可能由于政治因素被反对。
- 该潜在交易在初期带来的每股盈利摊薄幅度约 10%。
- 由于交易不太可能根据当前条款进行, 因此我们维持「减持」评级, 盈利预测和目标价不变。

### 骤眼看来交易估值不低

港交所建议收购伦敦证券交易所的所有普通股, 并拟以 20.45 英镑的现金及 2.495 股港交所新股, 置换 1 股伦敦交易所股份, 作价较前收市价溢价 22.9%。根据市场共识预测, 这意味着股本价值为 296 亿英镑, 企业价值为 316 亿英镑, 相当于 42.7 倍 2019 年市盈率和 25.9 倍 2019 年 EV/EBITDA。虽然上述估值可能不是一个很好的参考, 因为约 75% 代价将由港交所发行股份支付, 但是若与过去 5 年水平相比, 这两个估值指标也并不便宜 (图 1 和图 2)。

### 如果交易成功, 将在中期而言带来战略利益.....

鉴于中美双方关系不确定性增加, 一些中国公司到美国上市的意欲或下降。如果伦敦证券交易所被港交所收购, 相信会有更多中国公司愿意考虑到伦敦上市。此外, 如果伦敦证券交易所成为港交所的一部分, 沪伦通将不再构成威胁。大型香港上市公司到英国第二上市也会变得容易, 反之亦然, 这将扩大两个交易所的产品范围。收购后产生的直接竞争将有限, 因为两家交易所涵盖不同的时区。而随着两家交易所整合 IT 系统, 可望直接节省成本。

### .....但交易要获得通过并不容易

首先, 港交所就收购设定的条件之一是, 如果伦敦证券交易所股东批准收购 Refinitiv (汤森路透的金融信息业务), 该收购提案将会终止。自伦敦证券交易所 8 月初宣布 Refinitiv 交易以来, 其股价表现良好, 且伦敦证券交易所董事会昨日表示仍将致力推进 Refinitiv 交易, 因此, 如果港交所不撤消上述前提条件, 该交易将很难进行。如果收购 Refinitiv 的交易获通过, 伦敦证券交易所的股本将扩大 37%, 那么港交所或难以承担如此巨大的收购。

### 政治风险不可忽视

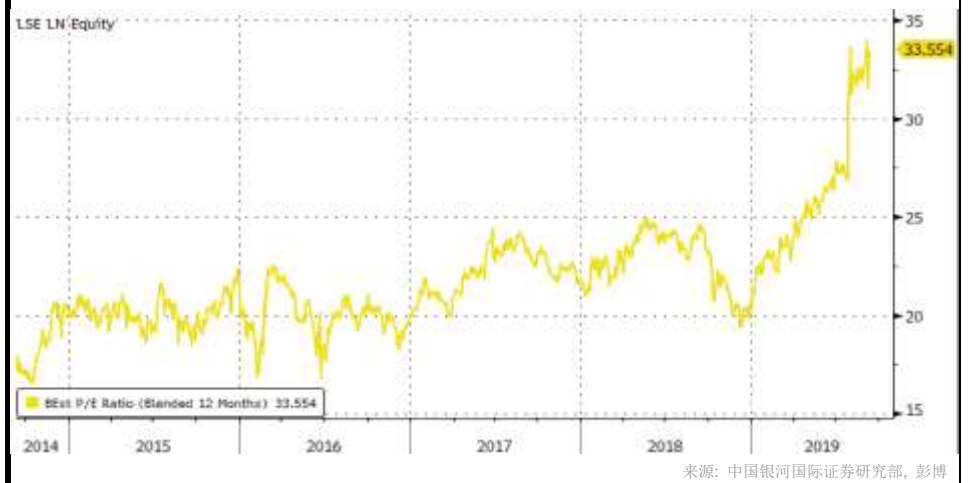
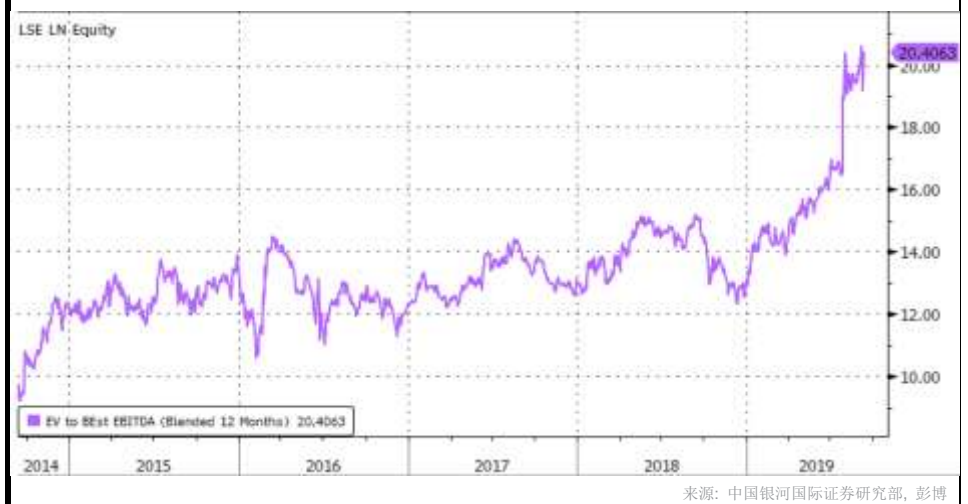
在以往, 跨境收购交易所的交易遇到政治压力并不罕见。例如, 澳大利亚证券交易所与新加坡证券交易所的建议合并于 2011 年遭到澳大利亚政府否决。在 2017 年, 伦敦证券交易所与德意志交易所的合并交易亦被欧盟否决。如果港交所在谈判期间面对任何政治压力, 我们不会觉得意外。

### 假设没有协同作用, 潜在的每股盈利摊薄幅度约 10%

由于现阶段该交易的信息有限, 我们作了一个非常简单的拟制性盈利分析。假设交易后港交所没有节省任何成本, 我们估计初期的每股盈利摊薄幅度约 8% (基于我们的 2019 年净利润预测) 至 13% (基于市场共识对 2019 年净利润的预测) (图 3)。

主要财务指标	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
收入 (百万港元)	11,574	14,252	13,429	14,494	15,717
经营 EBITDA (百万港元)	9,614	11,757	10,938	11,691	12,580
净利润 (百万港元)	7,404	9,312	8,339	8,972	9,718
每股核心盈利 (港元)	6.02	7.48	6.62	7.02	7.50
每股核心盈利增长	26.5%	24.3%	(11.5%)	6.1%	6.8%
全面摊薄核心市盈率(倍)	40.88	32.90	37.16	35.03	32.80
每股派息(港元)	5.38	6.70	5.92	6.28	6.70
股息率	2.19%	2.72%	2.40%	2.55%	2.73%
市净率(倍)	8.18	7.55	6.98	6.54	5.67
股本回报率	21.3%	23.9%	19.5%	19.3%	18.5%
每股核心盈利预测的变动					
中国银河国际/市场共识每股盈利预测(倍)			0.86	0.81	0.77

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

**图1: 伦敦证券交易所动态市盈率**

**图2: 伦敦证券交易所动态EV/EBITDA**

**图3: 简单拟制性盈利分析 (假设未有节省成本)**
**基于中国银河国际证券研究部预测**

港交所2019年净利润(百万港元)	8,339
伦敦证券交易所2019年净利润(市场共识预测)(百万英镑)	694
合计(百万港元)	15,050
交易现金代价(百万英镑)	7,151
财务成本(利率为3%)(百万英镑)	215
财务成本(利率为3%)(百万港元)	2,075
合并后净利润(百万港元)	12,975
合并后每股盈利(港元)	6.09
此前2019年每股盈利预测(港元)	6.63
摊薄幅度	-8.1%

**基于市场共识预测**

港交所2019年净利润(市场共识预测)(百万港元)	9,823
伦敦证券交易所2019年净利润(市场共识预测)(百万英镑)	694
合计(百万港元)	16,534
交易现金代价(百万英镑)	7,151
财务成本(利率为3%)(百万英镑)	215
财务成本(利率为3%)(百万港元)	2,075
合并后净利润(百万港元)	14,459
合并后每股盈利(港元)	6.79
此前2019年每股盈利预测(港元)	7.81
摊薄幅度	-13.1%

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

**财务数据**
**市净率 vs 股本回报率**

**12个月动态全面摊薄核心市盈率 vs 全面摊薄核心每股盈利增长**

**损益表**

(百万港元)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
总收入	13,180	15,867	15,120	16,284	17,631
毛利	9,614	11,757	10,938	11,691	12,580
经营EBITDA	9,614	11,757	10,938	11,691	12,580
折旧及摊销	(858)	(762)	(1,055)	(1,065)	(1,073)
经营EBIT	8,756	10,995	9,883	10,626	11,508
财务收入(开支)	(134)	(114)	(170)	(186)	(196)
占联营税前收入(损失)	(12)	2	5	7	9
非经常性收入(开支)	0	0	0	0	0
税前利润(包括一次性项目)	8,610	10,883	9,718	10,447	11,321
一次性项目					
税前利润	8,610	10,883	9,718	10,447	11,321
税项	(1,255)	(1,592)	(1,419)	(1,525)	(1,653)
一次性收入 - 税后					
税后利润	7,355	9,291	8,299	8,922	9,668
非控制性权益	49	21	40	50	50
优先股股息					
汇兑收益(损失) - 税后					
其他调整 - 税后					
净利润	7,404	9,312	8,339	8,972	9,718
经常性净利润	7,404	9,312	8,339	8,972	9,718
全面摊薄经常性净利润	7,404	9,312	8,339	8,972	9,718

**重要指标**

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
股本证券产品平均每日成交额(十亿港元)	71.2	84.2	65.5	71.1	78.8
衍生权证、牛熊证及权证平均每日成交额(十亿港元)	17.0	23.2	19.6	21.9	24.2
现货业务总日均成交额(十亿港元)	88.2	107.4	85.0	93.0	103.0
陆股通日均成交额(十亿港元)	9.6	20.4	42.0	63.0	85.1
港股通日均成交额(十亿港元)	9.8	12.7	10.0	11.0	12.5
港股通贡献比率	11.1%	11.8%	11.8%	11.8%	12.1%
新上市股份(主板)	94	143	140	150	155
新上市股份(创业板)	80	75	15	15	15
衍生产品合约平均每日成交张数	440,553	685,126	719,382	791,321	870,453
股票期权合约平均每日成交张数	428,499	517,395	465,666	512,221	563,443
LME 的收费交易金属合约的平均每日成交量(手)	601,067	629,566	648,443	667,896	687,933

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

**财务数据(续)**
**资产负债表**

(百万港元)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
现金及现金等价物	281,454	217,442	239,770	256,465	277,581
应收账款	16,564	18,341	21,454	26,725	32,538
库存					
其他流动资产	0	0	0	0	0
<b>流动资产总额</b>	<b>298,018</b>	<b>235,783</b>	<b>261,224</b>	<b>283,189</b>	<b>310,119</b>
固定资产	1,469	1,625	1,650	1,700	1,750
投资总额	61	63	64	65	66
无形资产	17,925	18,019	20,296	20,132	19,868
其他非流动资产总额	131	458	468	470	472
<b>非流动资产总额</b>	<b>19,586</b>	<b>20,165</b>	<b>22,478</b>	<b>22,367</b>	<b>22,156</b>
短期债务	1,027	1,005	0	0	0
长期债务的流动部分					
应付账款	16,722	19,053	13,956	14,940	16,286
其他流动负债	260,817	193,523	222,288	239,359	256,422
<b>流动负债总额</b>	<b>278,566</b>	<b>213,581</b>	<b>236,244</b>	<b>254,299</b>	<b>272,708</b>
长期负债	833	161	1,250	1,250	1,250
混合债务 - 负债部分					
其他非流动负债	51	53	60	65	70
<b>非流动负债总额</b>	<b>884</b>	<b>214</b>	<b>1,310</b>	<b>1,315</b>	<b>1,320</b>
拨备总额	779	832	809	873	946
<b>负债总额</b>	<b>280,229</b>	<b>214,627</b>	<b>238,363</b>	<b>256,486</b>	<b>274,974</b>
股东权益	37,273	40,729	44,706	48,388	56,568
非控制性权益	102	174	214	264	314
<b>总股本</b>	<b>37,375</b>	<b>40,903</b>	<b>44,920</b>	<b>48,652</b>	<b>56,882</b>

**主要比率**

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
收入增长	11.3%	23.1%	(5.8%)	7.9%	8.4%
经营EBITDA增长	25.5%	22.3%	(7.0%)	6.9%	7.6%
经营EBITDA利润率	83.1%	82.5%	81.4%	80.7%	80.0%
每股账面值(港元)	30.06	32.57	35.24	37.61	43.36
利息支付倍数	65.34	96.45	58.18	57.05	58.64
有效税率	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
净派息率	90.1%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
已动资本回报率(%)	22.9%	26.6%	22.0%	21.8%	21.0%
平均资产回报率	2.65%	3.28%	3.14%	3.09%	3.09%

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博



## 免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附加资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

## 利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，除特别注明外，该等权益的合计总额相等于或低于该目标公司的市场资本值的1%。

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

银河国际证券可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，银河国际证券可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

中国银河国际已设置相关制度，以消除、避免和管理与研究报告编制相关的任何潜在利益冲突。负责本报告的研究分析师作为独立团队的一部分，与银河国际证券投资银行职能是独立运作，相关制度亦能确保研究或投资银行职能所持有的机密信息得到适当处理。

## 分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点；及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30日内曾交易报告内所述的股票；(2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票；(3) 担任报告内涵盖的上市公司的行政人员；(4) 持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

我们的评级机制将由「买入、沽出、持有」更改为「增持、减持、持有」。请参阅以下所列的评级定义。

## 评级指标 (现有机制(从2019年9月1日将全面由新机制取代))

- 买入 : 股价于12个月内将上升 >20%
- 沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%
- 持有 : 没有催化因素，由“买入”降级直至出现明确“买入”讯息或再度降级为立刻卖出

## 评级指标 (新机制)

- 增持 : 预计股份未来12个月的总回报超过10%
- 减持 : 预计股份未来12个月的总回报为0%或以下
- 持有 : 预计股份未来12个月的总回报为0%至10%

## 版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888